

# TI 21Q2 业绩点评及电话会议纪要

## Q3 收入指引高位持平，扩产助增汽车 IC 和工业 IC 的市场竞争优势

TI 于 7 月 21 日召开 2021Q2 业绩说明电话会议，对公司 2021 年 Q2 业绩进行了说明和展望。会议上强调，包括汽车、个人消费电子在内的各细分领域终端需求增长强劲使得公司本季度收入毛利率稳步增长，公司于本季度签署 Lehi 300mm 晶圆厂收购协议，为扩展低成本制造优势、扩大产能的长期战略布局取得关键进展。

### 会议核心内容

- 包括汽车、个人消费电子在内的各细分领域终端需求增长强劲。整个工业 IC 环比增长了 15% 且同比增长近 40%，强劲增长正在所有细分领域中发生；汽车芯片需求维持 Q1 的强劲需求态势并同比去年弱势实现翻倍以上；个人消费电子的收入与上季度持平而同比增长 25%，这股强劲增长趋势正蔓延至各个细分领域和客户端；通讯设备环比实现较低个位数百分比增长而同比下滑 15% 以上；企业系统 IC 环比增长 15% 以上而较去年同期持平。
- Q2 收入、毛利率普遍增长，Q3 收入预期持平。Q2 实现收入为 46 亿美元，环比增长 7%，同比增长 41%。其中，模拟 IC 环比增长 6%，同比增长 42%。嵌入式处理器产品环比增长 2%，同比增长 43%。其余产品同比增长了 30%。Q2 毛利为 31 亿美元，毛利率达 67%，比上年同期扩大了 2.9 个百分点。运营支出在本季度达到了 8.16 亿美元，同比增长 5% 符合预期。在过去的 12 个月时间内，运营支出占营收额达 19%，R&D 费用为 16 亿美元。Q3 预计收入将达到 44.0 至 47.6 亿美元，EPS 将处于 1.87 美元至 2.13 美元，年度运营税率达到 14%。
- 签署收购美光科技在犹他州 Lehi 的 300mm 晶圆厂协议，此举将有助于长期扩大产能。Lehi 的购买价格为 9 亿美元，计入资本支出。此项投资将继续加强公司在生产能力和技术方面的竞争优势，属于长期产能规划的一部分。结合已有的 DMOS6、RFAB1、即将完工的 RFAB2 等晶圆厂，收购的 Lehi 晶圆厂将是公司第四座 300mm 晶圆厂。
- 产品交付周期因客户需求增长部分延长，但整体维持稳定。第二季度需求随客户再次增长，因此部分产品交货期延长。根据扩产规划，公司将继续在 2021 年到 2022 上半年进行产能扩张，叠加将于 2022 下半年投产的第三处 300mm 晶圆厂 RFAB2 的助力。在生产和技术上的竞争力为带来低成本和供应链管控度高的优势，在如今景气高企的环境下优势更加突出。

### 投资建议

- 以 TSMC、三星、海力士、Intel、美光等资本开支带动半导体设备需求持续上行，国际半导体设备公司交付周期拉长；根据中国国际招标网，国内长江存储新一轮设备招标已经启动，大部分本土晶圆厂扩建速度符合预期，且各类半导体设备的国产化率还有较大幅度提升空间。
- 继续强烈推荐半导体设备板块，推荐组合：中微公司、北方华创、万业企业、精测电子、芯源微、长川科技、华峰测控

### 评级面临的主要风险

- 地缘政治摩擦的不确定；零部件供应链安全的不确定。

#### 《ASML 21Q2 业绩点评及电话会议纪要：

EUV、DUV 订单大幅增长，芯片紧缺、经济数字化转型、芯片安全支撑半导体行业乐观预期》20210725

#### 《美光科技 21Q3（财年）业绩点评及电话会议纪要：存储芯片量价齐升，EUV 将于 2024 年导入 DRAM 推升资本开支预期》

20210707

#### 《Applied Materials 21Q2 业绩点评及电话会议纪要：处于最大数字化变革浪潮早期，半导体行业及设备行业迎来最强劲和持续增长》

20210528

#### 《ACMR 21Q1 业绩点评及电话会议纪要：单季度收入和出货额均创新高，陆续推出新产品快速扩大目标市场规模》

20210511

#### 《KLA 21Q1 业绩点评及电话会议纪要：半导体制程控制持续强势，Gen5 产品促增长》

20210506

#### 《Lam Research 21Q1 业绩点评及电话会议纪要：晶圆代工需求强劲，客户支持业务增长显著》

20210426

#### 《ASML 21Q1 业绩点评及电话会议纪要：EUV 和 DUV 增长强劲，逻辑与存储客户需求超预期》

20210426

#### 《台积电 Q1 业绩点评及电话会议纪要：一季度净利润创新高，供需缺口延续至 2022 年》

20210420

中银国际证券股份有限公司  
具备证券投资咨询业务资格

半导体行业

证券分析师：杨绍辉

(8621)20328569

shaohui.yang@bocichina.com

证券投资咨询业务证书编号：S1300514080001

## 附 1: 电话会议具体内容

### TI 2021 Q2 整体情况

在工业、汽车和个人电子用品等的强劲需求推动下，Q2 实现收入为 46 亿美元，环比增长 7%，同比增长 41%。其中，模拟 IC 环比增长 6%，同比增长 42%。嵌入式处理器产品环比增长 2%，同比增长 43%。其余产品同比增长了 30%。

对于终端需求。整个工业 IC 环比增长了 15%且同比增长近 40%，这股强劲的增长正在所有细分领域中发生；汽车芯片需求维持 Q1 的强劲需求态势并且同比去年弱势实现翻倍以上；个人消费电子的收入与上季度持平而同比增长 25%，这股强劲增长趋势正蔓延至各个细分领域和客户端；通讯设备环比实现较低个位数百分比增长而同比下滑 15%以上；企业系统 IC 环比增长 15%以上而较去年同期持平。

尽管我们大部分产品的交付周期都会维持稳定，2021 Q2 随着客户需求再次增长，部分交货期需要延长。根据扩产规划，我们将继续在 2021 年到 2022 上半年进行产能扩张，叠加我们将于 2022 下半年投产的第三处 300mm 晶圆厂 RFAB2 的助力。正如我们在 2 月份资本管理回顾会议提到的一样，我们在生产和技术上的竞争力为我们带来低成本和供应链管控度高的优势，在如今景气高企的环境下优势更加突出。

### 盈利能力

Q2 收入为 46 亿美元，同比增长 41%。Q2 毛利为 31 亿美元，毛利率达 67%，比上年同期扩大了 2.9 个百分点。运营支出在本季度达到了 8.16 亿美元，同比增长 5%符合预期。在过去的 12 个月时间内，运营支出占营收额达 19%，R&D 费用为 16 亿美元。Q2 收购 National Semiconductor (NS) 活动产生的非现金支出为 0.48 亿美元，这个支出水平将会持续至 Q3 然后归零。Q2 毛利为 22 亿美元，同比增长 80%，毛利率达 48%。Q2 净利润为 19 亿美元（或 2.05 美元/股，其中包含超预期的来源于特许权协议签订的 6 美分/股收益）。

### 资产管理水平

Q2 的经营活动现金流为 21 亿美元，资本支出为 3.86 亿美元，过去 12 个月的自由现金流为 65 亿美元。Q2 支付了 9.42 亿美元股息且进行了 1.46 亿美元股票回购，过去 12 个月的资本回馈总共达到 39 亿美元，同期支付股息占 56%的自由现金流。我们的资产负债表表现强劲，二季度末的现金和短期投资为 74 亿美元。Q2 库存方面比上季度减少了 0.34 亿美元，而库存周转天数为 111 天，比理想水平要低。

二季度我们签署了一项收购美光科技在犹他州 Lehi 的 300mm 晶圆厂协议，这项投资将继续加强公司在生产能力和技术方面的竞争优势，属于我们的长期产能规划的一部分。结合已有的 DMOS6、RFAB1、即将完工的 RFAB2 等晶圆厂，收购的 Lehi 晶圆厂将会是我们的第四座 300mm 晶圆厂。

### Q3 业绩指引

Q3 预计收入将达到 44.0 亿美元-47.6 亿美元，EPS 将处于 1.87 美元-2.13 美元。我们的年度运营税率达到 14%。

## 问答环节

1. 公司所报告过去几个季度的实际销售额比原先预期显著高出 5% - 13%，对于接下来本应是较强势的季度，您却对下季度给出了一个较平淡的预期。请问这是否可认为是有些保守？我们是否应该将其视为本轮周期的顶峰？同时，需求如此强劲的原因是什么？对于您正在增加的供给和对销售前景持较平淡预期的落差，这非常令人困惑，请问能否深入解读一下您的未来指引？

首先，以往的季度周期模式并不是目前形势的最佳衡量标准。当然前几个季度是我们所经历过甚至有可能继续经历的不寻常周期。正如你所说，过去几个季度的行业表现是出人意料的强劲。二季度无论是环比还是同比都出现了强势增长。我们的指引表明下季度将会再次表现强势，我认为这是对现阶段持有的最优预期。

2. 过去几个季度公司的股票回购力度较小，可能原因如下：当前该股票估值不具备吸引力；或许公司正在为并购做准备；未来可能有较大的资本性支出；对宏观经济形势持谨慎态度；为什么公司的自由现金流回报策略会发生重要转变？我们知道股息回馈力度强劲，但股票回购力度在过去近一年内一直处于较低水平。请问为什么没有按照往常速度进行股票回购？

首先，对于现金回馈策略，我们每年都在资本管理规划中谈论这个问题。我们现金回馈的目标是通过股息和股票回购将所有自由现金流返还给公司股东，但这并不意味着每个季度或者每一年的回报都需要 100% 归还，如果回溯公司过去 15 年间的历史回馈记录，实际回馈率已超过了 100%，这表明了我们的承诺并没有改变，并将致力于将所有自由现金流返还给公司股东。

3. 汽车芯片二季度环比上涨的具体数字是多少？公司在运营上没有过多地关注毛利率变化，但公司毛利率在第二季度表现非常强劲。尽管公司没有对毛利率表明预期，但基于公司对产能利用率的了解，以及对公司业务定价的了解，对于无论是在模拟芯片还是嵌入式处理器方面，如何看待业务中毛利率和运营支出杠杆的未来发展趋势？

汽车芯片环比上涨幅度为较低个位数的百分比。在业务经营方面公司确实并不过分关注毛利率变化。我们的关注点在于如何产生自由现金流，或每股所能产生的自由现金流，以及如何实现长期增长，这才能最终驱动为公司股东带来价值，与毛利率多少的相关性不大，而与多种影响因素有关。所以正如我们一直以来的长期指引，70%-75% 是比较适合规划公司长期发展的值，当业务预期以这个比例范围实现时，就和我们的自由现金流经营目标差不多了。

4. 本季度毛利率表现非常强劲并达到 65.2%，但其中包含 6 美分的特许权协议收益（大约 1.4 个百分点的毛利率影响）。并且上季度在奥斯汀的 5000 万美元项目在本季度对毛利率的影响会减少，那将是另外的 1%。如果去掉特许权协议收益，只增加 0.6%，而 1% 的成本应该随着收入的大幅增加而下降。考虑到上述这些，本季度的毛利率发生了什么变化？

3-4 年前的确将特许权协议收益包含在收入和毛利内，但目前并没有包含在毛利内，我们将其转移到其他收入和支出中，所以现在与毛利率无关。我们将其转移是因为这是一个相对较小的数额，平均每年约 1 亿美元，他的影响微不足道。当然，从大局来看，鉴于我们的收入水平相对较低，预计未来该部分也将继续保持较小数额。关于问题的另一部分，缘于德克萨斯州的冬季风暴影响，上季度毛利下滑了约 5000 万美元，我们确实在前期通话中讨论过这个问题，这都在毛利率中体现了的。当然您也可以根据自己的意愿调整第一季度的毛利率并忽略这一因素的影响，这样在查看整体趋势时可能更具备说服力。

5. 您预计未来收入持平、EPS 略有下降，因此要么毛利率下滑，要么运营支出正在上升。但我认为运营支出进入第三季度通常会出现环比下滑几个点的百分比。请问第三季度的运营支出趋势是否会和往常一样？或许有其他的发展趋势？

特许权协议收入导致 EPS 在中位运行，因此，您只需从我们每股收益中去除 6 美分，就可以在没有特许权协议收入的情况下获得更常态化的每股收益，然后将其与下一季度进行比较，你会发现并没有什么异常。虽然我们只给出收入和每股收益的指引区间，但这中间若有不同趋势我们会指出的，暂时其他方面没有太大变化。

6. 对于收入指引，区间中位持平但环比有所下滑，想请问一下公司6月份产能紧缺恶化的情况。看起来需求似乎保持相对强劲，但您对收入的预期却是下降的。环比的话，是否有任何终端市场的需求在第三季度会下滑？原因是什么？

如果在终端市场、地区或产品领域有不同的情况出现，我们会提供详情来帮助了解未来前景甚至当前季度发生的事情。但目前并没有什么特别的需要解释的情况。正如我之前提到的，对于过去几个季度内的行业形势，环比并不是判断目前形势的最好角度。我们的预期仍觉得下季度收入会很强劲。

7. 关于 RFAB2 晶圆厂，我们是否考虑中试线应按计划进行，且认为 RFAB2 的产能扩张有所放缓？我们应如何看待明年 Lehi 项目到来时的产能比例，这对资本支出和 RFAB2 的产能爬升意味着什么？

首先提醒大家，公司的资本支出目标是投资支持新技术开发和收入增长，并且扩张我们的低成本制造优势，尤其是 300 毫米为主的低成本制造优势。这是我们战略的核心部分，我们的竞争优势之一是制造和技术上的优势。RFAB2 将是我们的第三家 300 毫米晶圆厂，Lehi 项目将成为第四家 300 毫米晶圆厂。其中，RFAB2 将在明年年中投入使用，届时外部结构将完成，然后我们将在那里部署设备并产生资本支出。因此，正如上次电话会议上所说，无论是绝对值还是收入百分比，资本支出都将更高。基于此，我们上季度电话会议未提及的是 Lehi 项目，其购买价格 9 亿美元将计入资本性支出。一旦进度符合要求就可以生产了，但产量会相对较低，仍须继续向该工厂增加资本支出，以达到期望的产能，这需要时间推移发生。多年后随着我们在那里部署设备，Lehi 的资本支出可能会是 RFAB2 近一半的资本支出。这两者都将增强我们的竞争优势，叠加另外两家 300 毫米工厂以加强我们在制造和技术方面的竞争优势。

8. 显然周期即将褪去，四季度通常是一个下降趋势的季度。为了试图更好地了解后半年的情况，在高位维稳的话，请问您对于第四季度有相关指引吗？

我知道有很多关于强劲需求将持续多久的猜测，有些认为本轮周期即将褪去，而其他人则表示还将持续一段时间。显然我们不会预测四季度的走势，甚至不会评论周期将持续多久，因为我们无从得知，应该也没有人知道。但可以确定的是我们在整个周期内已经采取很多行动及方式来应对。在第一阶段我们加速进入普遍预期的产能紧缺期，我们在这方面确实取得进展。在第二阶段我们在努力确保获得战略地位，尤其是在工业 IC 和汽车芯片领域，这些收益将助力公司在未来几年的发展。除此之外，我们还进行了长期投资。所以你看一些明显的进展：RFAB2 的建造投资、Lehi 的加入；还有一些不太明显的例如：R&D 投资和 TI.com 的网站新功能，这些投资仍在继续。我们会穿越周期，虽然无法预测周期的长短，但可以努力提升实力，继续投资并提升我们的竞争优势。

9. 公司增加库存的能力是否能够支撑 3 季度的销售水平？

关于库存水平，在最大限度减少库存呆滞的情况下尽可能高水平满足客户，坦率地说，并不属于我们商业模式，我们显然低于这些较高水平。我们的库存周转天数大约为 111 天，而我们的目标天数是 130 到 190 天。这就是我们谈论到 Hot Spots 的部分原因。与此同时，回顾去年第二季度，实际上是去年 3 月，当大流行开始时，我们所有的竞争对手都在降低库存水平，放慢工厂的速度，而我们选择了另一条路，选择了保持库存，并提高产能，提高了库存水平，从大约 140 天到 160 多天，接近 70 天。而且，连同业务战略，我们的业务模式帮助我们处于有利地位，并帮助我们在过去三四个季度中做得明显优于竞争对手。

但我们现在的情形是库存低于这些更高的需求水平。我们将继续在所有的工厂中，尤其是 RFAB1，我们将继续增加产能。但是，正如我们之前所讨论的，下一部分更大的产能将与 RFAB2 一起出现。一旦它在明年第二季度投入运营，并将在明年下半年的某个时候产生收入，这将大幅度地增加产能。不久之后，Lehi 也将正式投入，获得额外的收入能力。也许很快我会补充更多信息。所以，只要事情进展缓慢，我们会利用这段时间重建库存，重建那些能够支持未来增长的头寸。

RFAB2 和 Lehi 都是长期项目，这些是为了加强我们的制造优势，拥有我们自己的生产线在过去的 1.5 年里已经清楚地得到证实，在当前环境中是多么重要。在当前环境下，它们很可能在中期内帮助产能提升。但如果他们提高不了，事情变慢了，那对我们来说也完全没问题。这是为了公司的长期定位，以支持模拟和嵌入式领域的长期收入增长，而不是为了应对产能紧缺的情况。

10. 关于每股自由现金流，如果看过去两年，2020年每股自由现金流下降了3%，2019年则持平。过去12个月为整体的环比增长幅度达两位数，这样才与您一直以来所说的一致。我们是否应该期望这一数字在年化基础上恢复到两位数？如何正确看待过去两年的滞后？未来我们应该如何看待？

是的，大多数的财务指标是这样看的，从长远来看，任何一个季度甚至任何一年，它们都可能有点出现显著波动。您提到了2019年和2020年，但这并不能代表长期趋势，2021年也是一样，或者您刚才引用的随后的12个月，你想要从长期去看，这也是我们看待它的方式，这就是最终为公司股东创造价值的驱动因素。

11. 考虑到所有的芯片紧缺情况并对比公司业务管理方式，市场份额增长可能不会那么快实现，因为业务模式是长期形成的而不会一次成型。根据我们从同行那里看到的产能紧缺程度，以及您比一些同行能够更好地管理交货时间和库存，您的经营模式是否发生了任何明显的变化？

我们7、8年前已开始通过投资TI.com与客户建立更密切的直接关系，并投资了我们的销售应用团队，投资了业务开展流程并形成公司内部架构。去年有一个非常重要的举措，即通过TI.com进行业务交易与更多的客户直接接触，并减少分销商渠道。因此，将疫情大流行的背景与我们进行线上电话营销的能力相结合，所有这些都使我们在战略上处于有利地位，尤其是在工业IC、汽车芯片等我们希望获得战略地位的领域，同时这些领域的供给水平也要跟上。这些策略的达成需要时间，但供应短缺真正开始出现是在2020年初，疫情来袭的第一和第二季度供应放缓，后来供应逐步跟上并加速。这些情况是特殊的，但也有客户仅仅因为供应紧缺而重新改变经营模式的情况。这个属于例外情况，但我们也确实看到了这种情况，在经营模式交替使用时也看到了更多的案例。我们的销售团队参与了从设计到生产的全过程。这种视野是一个巨大的战略性优势。同样，这些优势将在未来很长一段时间内为我们带来回报。

12. 关于汽车芯片，如果我们关注热点新闻并与汽车供应链中的人员交谈，就会发现仍然存在很多芯片紧缺等问题，但我认为贵公司的收入仅薄增。请问能解释一下这种落差吗？如果供应链人员都急需芯片，那么收入似乎会比公司目前水平要高一些。

汽车芯片收入同比翻了一番，所以增长幅度是比较大的。上个季度该部分收入比疫情爆发前的水平提高了25%以上。我们比大流行前的水平多出25%的汽车交付量。因此，我们的汽车芯片出货量显著增加，同时我们也将继续增加产能并相信能够因此获得市场份额。这个问题必须随时间推移来衡量，我们的出货量正获得强劲增长。

13. 关于Hot Spot，你说上季度看到了更多的Hot Spot。您认为本季度情况会变得更糟还是更好？什么时候可以开始处理所有供应端的问题？

这将取决于需求。我们在供应端正逐步增加产能并将继续如此。正如我们刚刚针对RFAB2和六个月后的Lehi项目的讨论那样，产能扩张的达产需要大概一年才能实现。

归根结底，我们并不能完全控制供应链，因为这更像是一种宏观形势。但是，我们比同行做好了更充足的准备，并且在疫情爆发期间做出的战术决策和商业模式及运营方式中都有体现，特别是拥有自己的生产能力，这在整个过程中至关重要。我们只是在对刚刚谈到的所有工厂所做的事情上做了加倍努力。

结束语：我们是工程师，所以技术是公司发展的基础，但仍需决定于我们的目标、进展和为股东创造长期价值的最佳指标 - 每股自由现金流的的增长。在努力实现目标的同时，我们将继续追求三个抱负：我们将参考坐拥公司数十载的企业家一样行事；我们将在不断变化的世界中适应并取得成功；我们将成为一家我们引以为豪、他人希望成为伙伴的公司。当我们成功时，员工、客户、社区和所有者都会受益。

## 披露声明

本报告准确表述了证券分析师的个人观点。该证券分析师声明，本人未在公司内、外部机构兼任有损本人独立性与客观性的其他职务，没有担任本报告评论的上市公司的董事、监事或高级管理人员；也不拥有与该上市公司有关的任何财务权益；本报告评论的上市公司或其它第三方都没有或没有承诺向本人提供与本报告有关的任何补偿或其它利益。

中银国际证券股份有限公司同时声明，将通过公司网站披露本公司授权公众媒体及其他机构刊载或者转发证券研究报告有关情况。如有投资者于未经授权的公众媒体看到或从其他机构获得本研究报告的，请慎重使用所获得的研究报告，以防止被误导，中银国际证券股份有限公司不对其报告理解和使用承担任何责任。

## 评级体系说明

以报告发布日后公司股价/行业指数涨跌幅相对同期相关市场指数的涨跌幅的表现为基准：

### 公司投资评级：

- 买入：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 20% 以上；
- 增持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内超越基准指数 10%-20%；
- 中性：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数变动幅度在 -10%-10% 之间；
- 减持：预计该公司股价在未来 6-12 个月内相对基准指数跌幅在 10% 以上；
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

### 行业投资评级：

- 强于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现强于基准指数；
- 中性：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现基本与基准指数持平；
- 弱于大市：预计该行业指数在未来 6-12 个月内表现弱于基准指数。
- 未有评级：因无法获取必要的资料或者其他原因，未能给出明确的投资评级。

沪深市场基准指数为沪深 300 指数；新三板市场基准指数为三板成指或三板做市指数；香港市场基准指数为恒生指数或恒生中国企业指数；美股市场基准指数为纳斯达克综合指数或标普 500 指数。

## 风险提示及免责声明

本报告由中银国际证券股份有限公司证券分析师撰写并向特定客户发布。

本报告发布的特定客户包括：1) 基金、保险、QFII、QDII 等能够充分理解证券研究报告，具备专业信息处理能力的中银国际证券股份有限公司的机构客户；2) 中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队，其可参考使用本报告。中银国际证券股份有限公司的证券投资顾问服务团队可能以本报告为基础，整合形成证券投资顾问服务建议或产品，提供给接受其证券投资顾问服务的客户。

中银国际证券股份有限公司不得以任何方式或渠道向除上述特定客户外的公司个人客户提供本报告。中银国际证券股份有限公司的个人客户从任何外部渠道获得本报告的，亦不应直接依据所获得的研究报告作出投资决策；需充分咨询证券投资顾问意见，独立作出投资决策。中银国际证券股份有限公司不承担由此产生的任何责任及损失等。

本报告内含保密信息，仅供收件人使用。阁下作为收件人，不得出于任何目的直接或间接复制、派发或转发此报告全部或部分内容予任何其他人，或将此报告全部或部分内容发表。如发现本研究报告被私自刊载或转发的，中银国际证券股份有限公司将及时采取维权措施，追究有关媒体或者机构的责任。所有本报告期内使用的商标、服务标记及标记均为中银国际证券股份有限公司或其附属及关联公司（统称“中银国际集团”）的商标、服务标记、注册商标或注册服务标记。

本报告及其所载的任何信息、材料或内容只提供给阁下作参考之用，并未考虑到任何特别的投资目的、财务状况或特殊需要，不能成为或被视为出售或购买或认购证券或其它金融票据的要约或邀请，亦不构成任何合约或承诺的基础。中银国际证券股份有限公司不能确保本报告中提及的投资产品适合任何特定投资者。本报告的内容不构成对任何人的投资建议，阁下不会因为收到本报告而成为中银国际集团的客户。阁下收到或阅读本报告须在承诺购买任何报告中所指之投资产品之前，就该投资产品的适合性，包括阁下的特殊投资目的、财务状况及其特别需要寻求阁下相关投资顾问的意见。

尽管本报告所载资料的来源及观点都是中银国际证券股份有限公司及其证券分析师从相信可靠的来源取得或达到，但撰写本报告的证券分析师或中银国际集团的任何成员及其董事、高管、员工或其他任何个人（包括其关联方）都不能保证它们的准确性或完整性。除法律或规则规定必须承担的责任外，中银国际集团任何成员不对使用本报告的材料而引致的损失负任何责任。本报告对其中所包含的或讨论的信息或意见的准确性、完整性或公平性不作任何明示或暗示的声明或保证。阁下不应单纯依靠本报告而取代个人的独立判断。本报告仅反映证券分析师在撰写本报告时的设想、见解及分析方法。中银国际集团成员可发布其它与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告，亦有可能采取与本报告观点不同的投资策略。为免生疑问，本报告所载的观点并不代表中银国际集团成员的立场。

本报告可能附载其它网站的地址或超级链接。对于本报告可能涉及到中银国际集团本身网站以外的资料，中银国际集团未有参阅有关网站，也不对它们的内容负责。提供这些地址或超级链接（包括连接到中银国际集团网站的地址及超级链接）的目的，纯粹为了阁下的方便及参考，连结网站的内容不构成本报告的任何部份。阁下须承担浏览这些网站的风险。

本报告所载的资料、意见及推测仅基于现状，不构成任何保证，可随时更改，毋须提前通知。本报告不构成投资、法律、会计或税务建议或保证任何投资或策略适用于阁下个别情况。本报告不能作为阁下私人投资的建议。

过往的表现不能被视作将来表现的指示或保证，也不能代表或对将来表现做出任何明示或暗示的保障。本报告所载的资料、意见及预测只是反映证券分析师在本报告所载日期的判断，可随时更改。本报告中涉及证券或金融工具的价格、价值及收入可能出现上升或下跌。

部分投资可能不会轻易变现，可能在出售或变现投资时存在难度。同样，阁下获得有关投资的价值或风险的可靠信息也存在困难。本报告中包含或涉及的投资及服务可能未必适合阁下。如上所述，阁下须在做出任何投资决策之前，包括买卖本报告涉及的任何证券，寻求阁下相关投资顾问的意见。

中银国际证券股份有限公司及其附属及关联公司版权所有。保留一切权利。

## 中银国际证券股份有限公司

中国上海浦东  
银城中路 200 号  
中银大厦 39 楼  
邮编 200121  
电话: (8621) 6860 4866  
传真: (8621) 5888 3554

## 相关关联机构:

### 中银国际研究有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
致电香港免费电话:  
中国网通 10 省市客户请拨打: 10800 8521065  
中国电信 21 省市客户请拨打: 10800 1521065  
新加坡客户请拨打: 800 852 3392  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际证券有限公司

香港花园道一号  
中银大厦二十楼  
电话: (852) 3988 6333  
传真: (852) 2147 9513

### 中银国际控股有限公司北京代表处

中国北京市西城区  
西单北大街 110 号 8 层  
邮编: 100032  
电话: (8610) 8326 2000  
传真: (8610) 8326 2291

### 中银国际(英国)有限公司

2/F, 1 Lothbury  
London EC2R 7DB  
United Kingdom  
电话: (4420) 3651 8888  
传真: (4420) 3651 8877

### 中银国际(美国)有限公司

美国纽约市美国大道 1045 号  
7 Bryant Park 15 楼  
NY 10018  
电话: (1) 212 259 0888  
传真: (1) 212 259 0889

### 中银国际(新加坡)有限公司

注册编号 199303046Z  
新加坡百得利路四号  
中国银行大厦四楼(049908)  
电话: (65) 6692 6829 / 6534 5587  
传真: (65) 6534 3996 / 6532 3371